

Tienes un e-value

Por Jose Dapena*

Qué tienen en común las siguientes empresas?: Value America, Amazon.com, Priceline.com, Doubleclick, Critical Path, Chech Point Software, Verio, Go2Net, EarthLink Network? Un entendido en la materia responderá que son parte de las nuevas empresas que se han creado y que constituyen la base de la industria de servicios en y por Internet.

Respuesta correcta sin lugar a dudas.

No obstante, existen datos adicionales que permiten encontrar otras similitudes: todas estas empresas se han creado, o han salido a la bolsa, en los últimos tres años; y todas tienen un valor de mercado considerable.

Utilicemos como base el Cuadro que se acompaña.

Compañía	Resultados Ultimo Q (\$MM)	Valor Mercado en IPO (\$MM)	Actual valor de Mercado (\$MM)
Amazon.com	(36,0)	430,0	17.504,0
Priceline.com	(17,0)	2.274,0	14.799,0
@Home	(18,0)	1.234,0	13.592,0
DoubleClick	(5,0)	240,0	6.730,0
eToys	(13,0)	2.036,0	4.898,0
Healtheon	(14,0)	472,0	4.737,0
Inktomi	(5,0)	369,0	4.187,0
Lycos	(13,0)	219,0	4.177,0
RealNetworks	(1,0)	346,0	3.913,0
broadcast.com	(4,0)	304,0	3.475,0
Exodus	(22,0)	269,0	2.844,0
GeoCities	(10,0)	521,0	2.754,0
Portal Software	(6,0)	1.053,0	2.726,0
VeriSign	(2,0)	476,0	2.679,0
Infoseek	(57,0)	305,0	2.588,0
Critical Path	(18,0)	626,0	2.281,0
Ticketmaster-CitySearch	(18,0)	973,0	2.012,0
MindSpring Enterprises	(3,0)	60,0	1.973,0
Verio	(45,0)	731,0	1.911,0
USWeb/CKS	(52,0)	114,0	1.828,0
InfoSpace.com	(1,0)	302,0	1.691,0
EarthLink Network	(26,0)	123,0	1.550,0
Prodigy	(16,0)	885,0	1.300,0
Go2Net	(52,0)	63,0	1.225,0
Nextcard	(11,0)	874,0	1.176,0
Marimba	(2,0)	447,0	1.112,0
Vignette	(8,0)	426,0	1.109,0
Scient	(2,0)	686,0	1.038,0
iVillage	(41,0)	557,0	1.030,0
Concentric Network	(26,0)	162,0	987,0
VerticalNet	(6,0)	262,0	925,0
Security First Technologies	(9,0)	187,0	825,0
Value America	(65,0)	998,0	797,0
Resto empresas (51)	(283,0)	9.875,0	14.744,0
TOTAL	(907,0)	28.899,0	131.117,0

Fuente MSDW

El valor de la oferta inicial de acciones de todas estas empresas ascendió a \$ 28,89 millardos (miles de millones, para quienes no registran las novedades de la Real Academia de la Lengua Española de Madrid) de dólares. En este corto período de tiempo este valor se ha multiplicado, alcanzando una capitalización de mercado de \$ 131,12 millardos. Hasta aquí no hay nada que llame la atención, salvo el extraordinario crecimiento del valor de

estas empresas. No obstante, la increíblemente alta tasa de apreciación de valor de mercado se justificaría plenamente con una tasa de ganancia consistente. Pero este es el punto que más llama la atención. El ingreso neto (o ganancias) de estas empresas en el último reporte trimestral -al 25/5/99- sumó \$ 907 millones. Es decir que en un trimestre todas estas empresas perdieron casi un millardo de dólares. He aquí la primera gran paradoja: **pérdidas importantes junto a una significativa apreciación del valor de mercado.**

Un experto en valuaciones sostendrá que el valor de mercado de la empresa no se obtiene mirando las ganancias actuales y proyectándolas hacia el futuro, sino a través de la estimación de los flujos de fondos futuros (que serán muy considerables si las previsiones sobre evolución de e-commerce se cumplen), descontándolos a una tasa de descuento que refleje el riesgo del negocio.

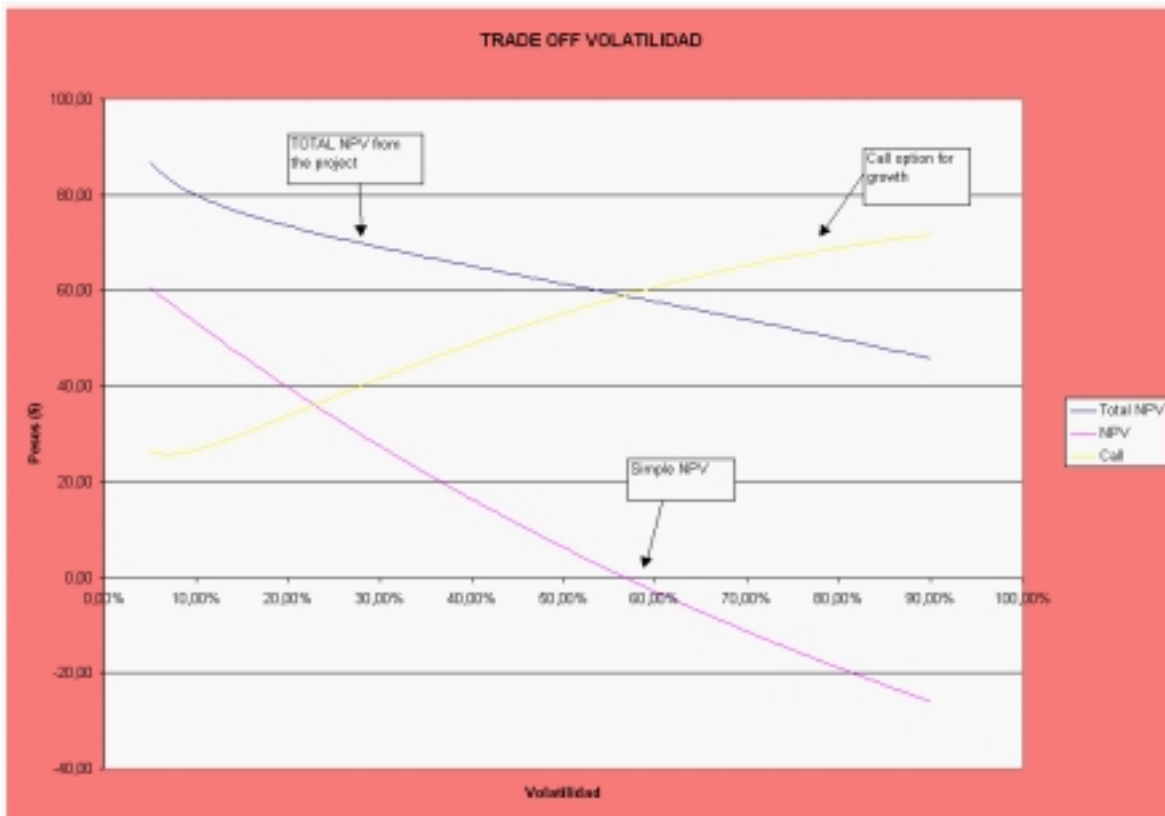
Para las empresas que incursionan en Internet dentro de las categorías de e-commerce, portales, portales verticales, Internet services, infraestructura de Internet, las oportunidades que se les abren son fantásticas. Tomemos Amazon.com: una vez que tenga consolidada su marca, comenzará a expandirse hacia otros negocios en los que posee economías de escala (de hecho ya lo está haciendo), para incorporar CD's, videos, juguetes, etc. Estas son las opciones que generan valor para justificar en gran parte su valuación y la del resto de empresas mencionadas.

Toda oportunidad de inversión posee en mayor o menor medida dos elementos: el valor del negocio y las opciones de crecimiento que se abren. Estas últimas pueden ser reflejadas a través de una analogía con opciones financieras (en especial calls), donde la empresa, llegado el momento (si el crecimiento del mercado y el éxito de su producto lo justifican), realiza inversiones adicionales para generar más ingresos. Como bien se dice, esta es una opción que posee la empresa, que ejercerá según se den o no las condiciones. Esta opción, desde el enfoque de opciones reales, es equivalente a ejercer un call (derecho de compra), en el que la empresa adquiere el valor esperado del incremento de flujos de fondos invirtiendo un monto determinado (exercise price). Completa el requerimiento de información para el análisis la volatilidad de los flujos de fondos, el período de vencimiento de la oportunidad y la tasa libre de riesgo.

Resumiendo, la oportunidad se puede considerar como

$$\text{Valor} = \text{Valor presente neto} + \text{Opción de Expansión}$$

El valor del primer componente se reduce al aumentar la incertidumbre. El valor del segundo componente se incrementa con la incertidumbre (a mayor incertidumbre, mayor valor de la opción; algo característico de los derivados). Es decir que, dados los valores del resto de los parámetros, un incremento en la incertidumbre tiene un efecto ambiguo. Esto se puede apreciar mucho mejor en un gráfico,



donde el valor de la opción de crecimiento aumenta con la incertidumbre, mientras que el valor esperado de los flujos corrientes disminuye.

En conclusión, el mercado de empresas que hace de Internet su eje principal de negocios está creciendo velozmente, lo que lleva a una elevada proyección de ingresos, y de allí a un elevado valor presente neto. Asimismo, existen varias opciones de crecimiento que se abren para las empresas, las que se incorporan en el análisis. La incertidumbre que rodea el desarrollo futuro del mercado, reduce el valor presente de los fondos, pero incrementa el valor de las opciones. Este debería ser uno de los principales elementos a tener en cuenta al momento de analizar el valor generado por este tipo de empresas. Quizá por allí podríamos empezar a entender cómo se justifican los elevados valores reflejados en los precios de las opciones.

*Profesor U. del CEMA.